

Tilburg University

De spaarder

Alessie, R.J.M.; Camphuis, H.; Kapteyn, A.J.; Klijn, F.; Verhallen, T.M.M.

Published in:

Financieel advisering aan de consument

Publication date:

1993

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):

Alessie, R. J. M., Camphuis, H., Kapteyn, A. J., Klijn, F., & Verhallen, T. M. M. (1993). De spaarder: Rationeel of irrationeel, voorspelbaar of grillig? In *Financieel advisering aan de consument: Fictie of realiteit?* (pp. 61-87). NIBE, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

III De spaarder: rationeel of irrationeel; voorspelbaar of grillig?

Drs. R.J.M. Alessie, Economisch Instituut Tilburg

Drs. H. Camphuis, Economisch Instituut Tilburg

Prof. dr. ir. A. Kapteyn, CentER, Katholieke Universiteit Brabant

Dr. F. Klijn, VSB Groep N.V.

Prof. dr. Th.M.M. Verhallen, Katholieke Universiteit Brabant

preadvies

Inhoud

1	Inleiding	63
2	Onderzoeksopzet	64
3	De irrationele consument	67
3.1	Credit card-verslaving	67
3.2	Beslissen op kasbasis	70
3.3	Hypotheekkeuze	70
3.4	Gratis lenen aan de overheid	71
3.5	Incomplete portefeuilles	71
4	De rationele consument	72
4.1	Credit card-verslaving?	74
4.2	Beslissen op kasbasis	76
4.3	Hypotheekkeuze	76
4.4	Gratis lenen aan de overheid	77
4.5	Incomplete portefeuilles	78
5	De onzichtbare consument?	80
6	Hoe gaat het verder?	83
7	Besluit	85

1 Inleiding

Op 30 januari 1991 tekenden de Stichting VSB Fonds en het Center for Economic Research (CentER) een intentieverklaring voorsamenwerking op diverse gebieden. Eén van die gebieden was een grootschalig spaaronderzoek. De eerste twee jaar van het onderzoek zouden bestaan uit een vooronderzoek. Het voorliggende preadvies is een weerslag van dat vooronderzoek. Het geeft weer waar we zijn en waarheen we verder denken te trekken.

Kern van de onderzoeksvraagstelling is de constatering dat over de financiële besluitvorming van gezinshuishoudens weinig systematische kennis bestaat. Dit geldt zeker niet alleen voor Nederland, maar in dezelfde mate voor andere ontwikkelde landen. In het kader van het thema van dit congres ('Financiële advisering, fictie of realiteit?') is dat een belangrijke constatering. Zonder systematische kennis van de wijze waarop huishoudens financiële beslissingen nemen en van de doeleinden die huishoudens nastreven, is gefundeerde en succesvolle financiële advisering maar zeer ten dele mogelijk.

Een paar fictieve voorbeelden kunnen dit duidelijk maken. Stel bijvoorbeeld dat in een huishouden de man degene is die naar de bank gaat voor een lening en daarbij ook graag advies ontvangt. Zo'n advies verliest een groot deel van zijn effectiviteit als vervolgens blijkt dat de vrouw in feite alle belangrijke financiële beslissingen neemt en zich gepasseerd voelt door het feit dat het advies niet aan haar is uitgebracht. Een verwant voorbeeld is een situatie waarin de vrouw misschien wel de financiële beslissingen neemt, maar moeite heeft om deze te implementeren, bijvoorbeeld omdat de bestedingsdiscipline van haar echtgenoot te wensen overlaat. In zo'n geval zou een advies zich bijvoorbeeld veel meer moeten concentreren op financiële beheersbaarheid dan op een zo hoog mogelijk rendement.

Een voorbeeld van enigszins andere aard is een situatie waarin het huishouden een risicoinschatting heeft die sterk afwijkt van die van de financiële adviseur. Stel bijvoorbeeld dat om fiscale redenen het zeer aan te bevelen lijkt om een eigen huis te kopen en deze te financieren met een hypothecaire lening. Zo'n advies verliest aan waarde als de cliënt zeer risicomijdend is en zich zorgen maakt dat de waarde van een aan te kopen huis substantieel zou kunnen dalen.

Als laatste voorbeeld noemen we de mogelijkheid dat een huishouden een zeer sterke tijdsvoorkeur heeft, d.w.z. liever nu het geld uitgeeft dan te sparen voor de oude dag. Dan kan het voor zo'n huishouden aantrekkelijk zijn om duur consumptief krediet op te nemen. Het heeft waarschijnlijk niet al te veel zin om in zo'n geval een herstructurering van schulden voor te stellen, bijvoorbeeld via de verhoging van een hypothecaire lening. Immers, zodra de herstructurering heeft plaatsgevonden, zal het ongeduld van het huishouden spoedig leiden tot het opnemen van wederom duur consumptief krediet.

Deze lijst van voorbeelden kan met vele worden uitgebreid. De gemeenschappelijk noemer van de voorbeelden is dat bij het financieel advies mogelijk te weinig kennis van de motieven en de persoonlijke situatie van de cliënt bestaat, waardoor een advies avers kan uitwerken, hoe rationeel het op het eerste gezicht ook mag zijn. Als we spreken van kennis van de cliënt, dan bedoelen we niet alleen maar kennis van allerlei feiten, maar ook fundamenteel inzicht in welke typen cliënten er zijn en wat hun doeleinden en beslissingsstrategieën kunnen zijn.

In het navolgende wordt een schets gegeven van het onderzoek zoals dat thans in gang is gezet. In paragraaf 2 schetsen we kort de organisatorische opzet en het 'paradigma' dat aan het onderzoek ten grondslag ligt. Dat paradigma gaat ten principale uit van de rationaliteit van consumenten. Om licht te werpen op de vraag of dat wel zo'n zinvolle uitgangspunt is, geven we in paragraaf 3 een aantal voorbeelden van financieel gedrag die doen vermoeden dat het met de rationaliteit van consumenten nogal tegenvalt. Deze voorbeelden zijn in zekere zin puzzels die door aanhangers van een rationaliteitshypothese moeten worden opgelost. In paragraaf 4 geven we aan waaruit die oplossingen kunnen bestaan. De voorbeelden en argumenten in paragrafen 3 en 4 zijn enerzijds ontleend aan literatuuronderzoek dat in het kader van het onderzoek plaats heeft gevonden en anderzijds aan eigen empirische analyses uit het vooronderzoek.

Die eigen empirische analyses zijn minder eenvoudig en voor de hand liggend dan men wellicht zou denken. Niet alleen is ons begrip van wat mensen beweegt beperkt, ook de kwantitatieve informatie die over financieel gedrag beschikbaar is, valt ook nogal tegen. En dat is zeker geen typisch Nederlands probleem, zoals in paragraaf 5 zal blijken. Iedere consument geeft zijn (of haar) geheimen niet gemakkelijk bloot; vandaar dat in sommige opzichten gesproken kan worden van een onzichtbare consument.

We hopen dat wanneer de lezer paragraaf 5 achter de rug heeft, deze voldoende onder de indruk is geraakt van alles wat we niet weten en ook genoeg nieuwsgierig is geworden om geïnteresseerd te zijn in het onderzoek dat we de komende vijf jaar voor ogen hebben. Dit is het onderwerp van paragraaf 6. Daar leggen we natuurlijk ook weer het verband met de relevantie van het onderzoek voor financiële advisering.

Paragraaf 7 dient tot besluit.

2 Onderzoeksopzet

Het onderzoek is zeer ambitieus van opzet. In de economische wetenschappen is het meeste onderzoek vrij kleinschalig van aard, waardoor men meestal maar een enkel aspect van een probleem kan bekijken.¹ Men leert op die wijze vooral partieel. Het bezwaar van zo'n benadering is dat men eigenlijk nooit zeker kan zijn of een gevonden verband niet moet worden toegeschreven aan factoren die men niet bestudeerd heeft.

In het onderhavige onderzoek is de opzet zoveel mogelijk aspecten van het financieel gedrag van huishoudens in samenhang te bekijken. Daartoe is o.a. een vrij groot team nodig waarin voldoende expertise vertegenwoordigd is. Aan ons onderzoek doen o.a. psychologen, economen en econometristen mee. Deze interdisciplinaire aanpak is hard nodig, omdat aan het financieel gedrag nu eenmaal zowel belangrijke psychologische als economische aspecten kleven.

Naast een kern van min of meer full-time onderzoekers van ongeveer zes personen is er een groep van zo'n tachtig onderzoekers uit de hele wereld die op een of andere wijze bij het onderzoek betrokken zijn. Die betrokkenheid kan variëren van het lezen van onze onderzoeksrapporten en daar commentaar op geven, tot regelmatig verblijf in Tilburg met daadwerkelijke participatie. Er is naar gestreefd om bij de keuze van deze onderzoekers een zo breed en toonaangevend mogelijke expertise te waarborgen.

Om het onderzoek te kunnen uitvoeren zijn, uiteraard, nieuwe gegevens nodig. Voor 1993 is de start van een nieuw panel van huishoudens gepland die eenmaal per jaar worden ondervraagd over hun financiële toestand en over hun plannen en percepties. Het panel is een zogenoemd 'telepanel', d.w.z. dat de huishoudens allemaal een personal computer thuis hebben en dat de enquêtering via de computer plaatsvindt. In essentie worden de respondenten in een huishouden elk jaar gedurende twee achtereenvolgende weken gevraagd een half uur achter de computer plaats te nemen en de vragen te beantwoorden die op het scherm verschijnen. De antwoorden worden automatisch naar het enquêtebureau² overgezonden per telefoonlijn. Deze wijze van enquêteren is flexibel en opent nieuwe mogelijkheden van vraagstelling. Niet alleen is het mogelijk via geautomatiseerde consistentiechecks te voorkomen dat respondenten onderling strijdige antwoorden geven, ook kan per respondent worden bijgehouden wat deze een jaar eerder heeft geantwoord, zodat bij grote gemeten veranderingen kan worden doorgevraagd. Vooral bij de meting van vermogens is dat van belang. Ook is het mogelijk om gedurende de rest van het jaar tegen geringe kosten aanvullende vragen te stellen indien dat nodig of gewenst mocht zijn.

Naast de data van het telepanel wordt gebruik gemaakt van het door het CBS sinds 1984 onderhouden Sociaal Economisch Panel (SEP). Dit is een representatief panel van ongeveer 5.000 huishoudens die tot 1990 twee maal per jaar werden ondervraagd en sindsdien één maal per jaar. De verzamelde informatie heeft vooral betrekking op sociaal-economische kenmerken, inkomen, arbeidsmarktgedrag en, sinds 1987, op een deel van het vermogen. Deze data zijn in het vooronderzoek uitgebreid geanalyseerd, vooral om inzicht te krijgen waar sterke en zwakke punten zitten en waar in de nieuwe dataverzameling verbeteringen mogelijk zijn. Omdat het SEP niet in de eerste plaats voor de beschrijving van financieel gedrag is opgezet, kan uiteraard ook niet verwacht worden dat het in alle opzichten de doeleinden van het spaarproject dekt.

Zoals hiervoor al aangegeven, is dit precies de reden waarom nieuwe dataverzameling nodig is, via het telepanel. Het telepanel omvat twee- à drieduizend huishoudens. In tegenstelling tot het SEP, dat representatief is voor de Nederlandse bevolking, is bij het telepanel bewust gestreefd naar oververtegenwoordiging van hoge inkomens. De reden hiervoor is o.a. dat bij deze inkomens de omvang van besparingen en beleggingen een onevenredig groot deel van het nationale totaal uitmaakt. Daarnaast is het niet onmogelijk dat mensen met een groot inkomen en vermogen een financieel gedrag vertonen dat afwijkt van dat van anderen.

Om de 'spin-off' van het onderzoek zo groot mogelijk te maken, kunnen in principe alle deelnemende onderzoekers een tape met de data van het telepanel krijgen voor analyse aan hun eigen instituut. Voor de data van het SEP is dat niet mogelijk.

Het bijzondere van de gekozen opzet, althans voor economisch onderzoek, is dat de data specifiek worden verzameld met het oog op de probleemstelling van het onderzoek. Meestal maken economische onderzoekers gebruik van 'secundaire' data, d.w. gegevens die eigenlijk voor een ander onderzoek zijn verzameld. Het gevolg daarvan is dat dan vrijwel nooit de gegevens volledig geschikt zijn voor het doel dat de onderzoeker voor ogen staat. Dit doet afbreuk aan de betrouwbaarheid van de conclusies die uit het onderzoek getrokken kunnen worden. Indien we bijvoorbeeld alleen maar het SEP als gegevensbron beschikbaar zouden hebben, dan zou de relatie tussen pensioenvoorzieningen en vrije gezinsbesparingen moeilijk te onderzoeken zijn, daar in het SEP niet uitgebreid naar pensioenen gevraagd wordt.³ Soortgelijke opmerkingen zijn te maken t.a.v. diverse andere onderzoeksvragen die in het vervolg aan de orde komen.

Om gericht data te kunnen verzamelen, is het nodig dat de probleemstelling duidelijk genoeg is en dat vast staat vanuit welk 'paradigma' het onderzoek plaats zal vinden. Het voor het onderzoek gekozen paradigma is de zogenoemde life cycle-hypothese (LCH) die we vooral danken aan de Nobelprijswinnaar Franco Modigliani (zie Modigliani en Brumberg (1954)). De kern van de LCH is de veronderstelling dat een consument (bijvoorbeeld een gezinshoofd) regelmatig nadenkt over de toekomst en op basis van zijn of haar verwachtingen met betrekking tot inkomens, prijzen, rentestand, werkgelegenheid en perspectieven e.d., besluit hoeveel hij in de lopende periode kan consumeren en hoeveel er gespaard moet worden met het oog op de toekomst. Zeker in zijn allereenvoudigste vorm is dit een super-rationalistisch model, dat bepaald niet in alle opzichten aansluit bij het gedrag van alle consumenten op elk tijdstip. In de loop der tijden is het model in allerlei wijzen uitgebreid, zodat o.a. rekening wordt gehouden met onzekerheid over de toekomst, de wens om wat na te laten voor de kinderen, onvolkomenheden van de krediet- en kapitaalmarkten waardoor lenen meer kan kosten dan sparen opbrengt.

Men zou kunnen zeggen dat in de LCH de consument enigszins als een ondernemer wordt gezien die een optimale investeringsbeslissing moet nemen. 'Optimaal' betekent hier dat een individu zijn of haar eigen doeleinden helder voor ogen moet hebben en

dan probeert die doeleinden zo goed mogelijk te verwezenlijken. Het grote voordeel van zo'n typisch economisch rationalistisch beeld van de consument is dat we 'weten waar we moeten beginnen' als we haar of zijn gedrag willen begrijpen. We kijken eerst welk gedrag in een bepaalde situatie optimaal zou zijn en vervolgens in hoeverre het werkelijke gedrag daarvan afwijkt. Die afwijkingen kunnen we dan vervolgens onderzoeken om ons beeld van de consument aan te passen.

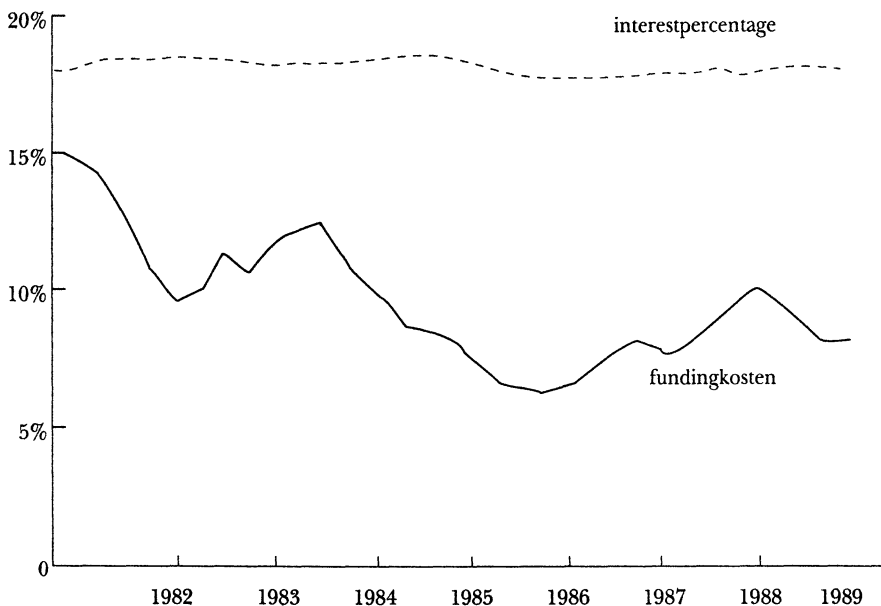
Overigens moet men ervoor waken al te snel een bepaald gedrag irrationeel te noemen. Op het eerste gezicht irrationeel gedrag is vaak gebaseerd op overwegingen die subtieler zijn dan een oppervlakkige waarneming zou doen vermoeden. In het vervolg zal dat hopelijk duidelijk worden. We geven eerst een aantal voorbeelden van schijnbaar irrationeel gedrag. Daarna beschouwen dat gedrag wat nader. Dan zal blijken dat het vaak wel meevalt met de irrationaliteit van de consument, mits we maar op een verstandige manier rekening houden met de beperkingen waar elk individu mee te maken heeft.

3 De irrationele consument

3.1 Credit card-verslaving

In een prachtig artikel in de *American Economic Review* van maart 1991 geeft Lawrence Ausubel een analyse van de Amerikaanse credit card-markt. Credit cards in de VS worden ongeveer op de zelfde wijze gebruikt als in Nederland. Men betaalt voor het bezit van een kaart een bescheiden abonnement en verder zijn de kosten in principe nihil indien men telkens zijn of haar rekening betaalt vóór het einde van de zogenoemde 'grace period' die ongeveer een maand bedraagt. In de praktijk blijkt dat een groot deel van de cliënten niet voor het einde van de grace period betaalt en daarmee een lening aangaat tegen een veel hoger rentepercentage dan men in het algemeen zou betalen bij andere financieringsvormen. Het gevolg is dat banken op hun credit card-activiteiten een rendement van geïnvesteerd vermogen behalen dat drie à vijf maal hoger is dan op hun andere bancaire activiteiten.

Om allerlei redenen is dat raadselachtig. Ook vanuit een oogpunt van marktvorm. In de VS zijn ongeveer 6.000 firma's die credit cards aanbieden⁴, het is zeer gemakkelijk om de markt binnen te komen en een credit card is een homogeen goed. Bovendien is de grootte van de firma's behoorlijk gelijk verdeeld. Onder zulke omstandigheden zou de gangbare economische theorie een situatie van volledige mededinging voorspellen met winsten die dicht bij nul liggen. Of anders gezegd, met opbrengsten die nauwelijks boven de kosten uitgaan. Figuur 1 laat echter zien dat de in rekening gebrachte kosten op credit cards nauwelijks gevoelig zijn voor de belangrijkste kostencomponent van de credit card companies, te weten de rente waartegen ze zelf geld moeten lenen.

Figuur 1 Interestpercentage en fundingkosten credit cards in de VS

Ausubel kijkt naar een heleboel mogelijke verklaringen voor het hier waargenomen fenomeen, maar zijn conclusie blijft onaangetast. De consumenten van credit cards betalen veel te veel rente voor hun geleende geld. Een enigszins rationele consument zou vóór het einde van de grace period de uitstaande schulden betalen, eventueel met geleend geld.

De vraag is vervolgens hoe dat komt. Ausubel poneert een interessante verklaring gebaseerd op een bepaald soort irrationaliteit van de consumenten, althans van een groot deel ervan. Hij postuleert drie soorten consumenten. In de eerste plaats de consumenten die van plan zijn om altijd binnen de grace period af te betalen en dat ook te doen. Voor deze consumenten is de rente niet van belang en we zullen ze verder buiten beschouwing laten. Dan is er de groep van consumenten die van het begin af aan van plan zijn om de kredietfaciliteiten te gebruiken, omdat ze elders moeilijk aan geld kunnen komen. Dit zijn de 'bad risks'. Voor deze groep vraagt men terecht een hoge rente omdat er een flinke kans is dat ze op een kwade dag hun schulden niet meer kunnen betalen. In de rente zit dan een risicopremie voor de bank.

De derde groep die Ausubel onderscheidt, zijn de consumenten die van plan zijn om binnen de grace period te betalen, maar daar niet in slagen. Deze mensen betalen wel altijd hun schulden wel weer af, maar tegen een hoge rente. Deze derde groep is het irrationele deel, daar ze systematisch te optimistisch zijn over hun eigen mogelijkheden.

om op tijd te betalen. Dit optimisme betekent dat ze weinig acht zullen slaan op de 'finance charges' (de rente op schulden), omdat ze denken die toch niet te hoeven betalen. Anderzijds zijn ze irrationeel, omdat ze ook niet de moeite nemen om hun schulden te herstructureren door ergens een goedkopere lening af te sluiten en daarmee hun credit card-schuld af te betalen.

Deze driedeling in consumenten verklaart waarom credit card companies zoveel winst maken en de rente op credit cards hoog blijft. Indien één bank de rente op credit card-leningen zou verlagen, dan zouden de (wel rationele) bad risks massaal naar deze bank trekken en de winst zwaar onder druk zetten. Het is dus niet lonend om een lagere rente te bieden dan andere banken. Daarmee is de credit card rente neerwaarts star geworden.

Dat consumenten irrationeel zijn, wordt door Ausubel op diverse manieren betoogd. Hij merkt bijvoorbeeld op dat ondanks rentetarieven van meer dan 18% op driekwart van de credit card-rekeningen rente wordt betaald, iedere maand. Het gemiddeld uitstaande bedrag op deze rekeningen is meer dan duizend dollar. Verkopers van credit cards hebben de ervaring dat mensen veel gevoeliger zijn voor de hoogte van de jaarlijkse bijdrage dan van de in rekening gebrachte rente. Dit is moeilijk te begrijpen, behalve als men aanneemt dat veel mensen niet van plan zijn te lenen, maar dit uiteindelijk toch doen.

Er is ook enige bewijs dat mensen niet alleen systematisch te optimistisch zijn over de toekomst, maar ook de huidige situatie te rooskleurig voorstellen. Een enquête door de universiteit van Michigan⁵ geeft aan dat 47% van de respondenten zegt vrijwel altijd binnen de grace period te betalen, terwijl 26% zegt soms op tijd af te betalen. Slechts 27% geeft toe vrijwel nooit op tijd te betalen. Het verschil met de informatie van de banken doet vermoeden dat veel consumenten zich niet realiseren hoe vaak ze wel van een credit card company lenen.

Men zou nog kunnen denken dat in dit geval de bedragen waarom het gaat, zo laag zijn dat het niet de moeite waard is om je daar als consument druk over te maken. Ausubel citeert echter een studie van White en Munger (1971) waaruit blijkt dat aankopers van nieuwe auto's (waarbij het gemiddeld om flinke bedragen gaat) zeer ongevoelig zijn voor de rente die ze op een autolening moeten betalen. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat de helft van de mensen die door White en Munger worden bekeken, een dure autolening afsluiten terwijl ze ook in aanmerking zouden zijn gekomen voor een goedkopere lening ergens anders. Dit kan niet (alleen) worden toegeschreven aan gebrek aan informatie, omdat 29% van de autoleners zei te weten van een financieringsmogelijkheid in de directe omgeving die goedkoper was dan de autolening.

3.2 Beslissen op kasbasis

Voor begrip van het menselijk gedrag is het vaak handig om naar 'natuurlijke experimenten' te kijken. Een voorbeeld van een natuurlijk experiment wordt gevormd door uitbetalingen van vakantiegeld of een dertiende maand. Dit zijn in het algemeen inkomenscomponenten die van tevoren bekend zijn. Het zou er dus voor het gedrag van mensen niet veel toe moeten doen of in de CAO-besprekingen bijvoorbeeld twaalf gulden extra vakantiegeld wordt afgesproken of een extra gulden loon per maand. Uit Japans onderzoek blijkt dat echter wel degelijk uit te maken. Ishikawa en Ueda (1984) vergelijken het effect van een toename van het reguliere looninkomen met het effect van de toename van de in Japan gebruikelijke halfjaarlijkse bonus. Deze bonus is vrijwel net zo zeker als bij ons de jaarlijkse vakantieuitkering. In niet-recessiejaren bleek dat de MPC (marginal propensity to consume) van regulier inkomen 0.685 was en van bonusinkomen 0.437. Met andere woorden, van een extra gulden regulier inkomen wordt 68,5 cent uitgegeven en van een extra gulden bonusinkomen wordt slechts 43,7 cent uitgegeven. In recessiejaren, m.n. tijdens de naweeën van de eerste oliecrisis, is de MPC van het bonusinkomen echter plotseling groter dan van het reguliere inkomen en zelfs groter dan één. Het bonusinkomen wordt kennelijk gebruikt om in slechte tijden de consumptie op peil te houden. Het is op zich wel in overeenstemming met de life cycle hypotheese dat in slechte tijden meer wordt uitgegeven dan in goede tijden, maar het vanuit een oogpunt van de consument als rationele planner paradoxaal dat op de ene gulden anders wordt gereageerd dan op de andere, alleen maar omdat de ene gulden 'regulier' heet en de andere 'bonus'.

3.3 Hypotheekkeuze

De belangrijkste financiële beslissing die de meeste huishoudens gedurende hun leven nemen is de aanschaf van een eigen huis en de financiering ervan. Men zou dus zeker verwachten dat mensen bij zo'n beslissing een zorgvuldige afweging zouden maken van de diverse hypotheekmogelijkheden en zich goed zouden oriënteren op wat de markt bieden heeft. Uit onderzoek van Kuijlen (1993) onder een aselechte steekproef van 20 recente (minder dan 3 maanden voor het interview) hypotheekgevers blijkt echter dat meer dan de helft van de mensen die een hypothecaire lening afsluiten, alleen geïnformeerd meer hebben bij de instelling van hun keuze. De 46% die ook bij andere instellingen geïnformeerd heeft, heeft gemiddeld slechts bij 1,14 andere instelling gevraagd wat de hypotheekrente zou zijn. Voor zoiets als de hoogte van de afsluitkosten heeft men zich zelfs slechts bij 0,36 andere instelling georiënteerd. Voorzover men aan rentevergoeding heeft gedaan, blijkt dan nog in 24% van de gevallen de afgesloten hypotheek een minder gunstige rente te hebben dan de niet-gekozen hypothecaire lening. Voor eventueel andere aspecten van hypothecaire lening (gemak van verandering hypothecaire lening, vervroegde aflossingsmogelijkheden, e.d.) heeft men nog veel minder bij andere instellingen geïnformeerd naar de daar geboden condities.

De keuze van instelling wordt mede bepaald door de vraag of men er al een relatie mee had (bijvoorbeeld omdat men er eerder een hypothecaire lening heeft afgesloten), terwijl bijvoorbeeld in het geval van projectfinanciering bij nieuwbouwwoningen kopers relatief vaak gebruik maken van de aangeboden financiering.

Op grond van de hier genoemde feiten ontstaat een beeld van consumenten die zich sterk laten leiden door de contacten die ze toevallig hebben. Achteraf wordt dan nog wel de keuze die ze gemaakt hebben, gerationaliseerd. Het beeld dat hier *niet* naar voren komt is dat van een consument die bewust en systematisch naar informatie zoekt en dan een afgewogen keuze maakt.

3.4 Gratis lenen aan de overheid

Cordes, Galper en Kirby (1990)⁷ merken op dat bij ongeveer driekwart van alle belastingaangiften in de VS de belastingplichtige geld terugkrijgt, wegens teveel ingehouden loonbelasting. Gemiddeld gaat het om ongeveer \$ 1.000, en in totaal om ongeveer 20% van de totale inkomstenbelastingopbrengsten. Dat betekent dat in totaal de Amerikaanse burgers bijna 100 miljard dollar gratis aan hun eigen regering lenen. Vanuit een oogpunt van goed financieel beheer ligt het natuurlijk niet erg voor de hand om gratis geld aan iemand te lenen, terwijl men meestal tegelijkertijd zelf leningen heeft waarop men wel rente moet betalen.

Een nadere analyse van het verschijnsel suggereert dat mensen het teveel betalen van de belasting gebruiken om zichzelf te dwingen tot besparingen. De teruggaaf door de overheid komt meestal rond de zomervakantie, zodat men het dan daaraan besteedt.

3.5 Incomplete portefeuilles

De analogie tussen huishoudelijke financiële beslissingen en die van een professionele belegger suggereert dat rationele consumenten bij het samenstellen van hun vermogen een verantwoorde afweging maken tussen rendement en risico. Dit houdt in dat rationele consumenten hun vermogensportefeuilles zo breed mogelijk samenstellen. Dit zou betekenen dat in theorie elke consument naast betaalrekeningen, ook geld belegt in aandelen, obligaties, beleggingsfondsen etc. Het zal de lezer niet verbazen dat deze voorspelling niet wordt bevestigd door enquêtegegevens. Een bestudering van de SEP-data leert dat slechts een klein gedeelte van de huishoudens een complete portefeuille heeft. Het komt bijvoorbeeld regelmatig voor dat huishoudens met een positief vermogen en een marginale belastingvoet van meer dan 60% in 1987 geen aandelen hebben.

Een soortgelijk resultaat wordt ook gevonden door King en Leape (1987). In hun studie maken zij gebruik van een Amerikaanse survey bestaande uit 6.010 huishoudens die in 1978 is gehouden. Een speciaal kenmerk van hun enquête is dat huishoudens met een hoog inkomen zijn oververtegenwoordigd in de steekproef. Dankzij deze steekproefopzet zijn er 2.430 huishoudens in de steekproef die in 1978 een nettovermogen heb-

ben van meer dan 100.000 dollar. Hoewel rijke huishoudens een gevarieerdere portefeuille blijken aan te houden dan de overige gezinnen, zijn hun portefeuilles verre van compleet te noemen. Teneinde het verschijnsel van incomplete portefeuilles nader onderzoeken, hebben King en Leape (1987) die huishoudens nader onderzocht, die voor 30.000 dollar geld hadden geïnvesteerd in de volgende 'liquide' vermogenscomponenten: betaal- en spaarrekeningen en 'credit union share accounts'. Een kwart van deze huishoudens hield geen aandelen aan en 75% geen obligaties of 'municipal bonds'.⁸ Op het eerste gezicht handelen dergelijke huishoudens niet optimaal door hun portefeuille niet wat meer te diversifiëren.

De tot nu toe gegeven voorbeelden kunnen met weinig moeite worden aangevuld tot een lange lijst. Het gemeenschappelijke kenmerk van de voorbeelden is dat consumenten zich niet rationeel lijken te gedragen, althans niet zoals dat door naïeve economische theorieën zou worden voorspeld. De vraag rijst dan in hoeverre rijkere theorieën het waargenomen gedrag wel kunnen verklaren.

4 De rationele consument

Het lijkt erop dat de in de vorige paragraaf gegeven voorbeelden van individueel financieel beheer niet allemaal passen in een model waarbij individuen als de controllers van een klein bedrijfje (i.c. het eigen huishouden) er financieel het beste uit trachten te halen. Er zijn diverse redenen waarom dat ook niet verwacht mag worden.

Verreweg het belangrijkste aspect is dat het nemen van goede beslissingen moeite en tijd kost. Men moet informatie verzamelen en alternatieven afwegen. Zeker als het om kleinere bedragen gaat of het beslissingsprobleem erg moeilijk is, kan dat de capaciteiten van individuen te boven gaan of ze kunnen er domweg geen zin in hebben. Ook de laatste is volstrekt rationeel. Er zijn kortom vele situaties waarin het nemen van een theoretisch optimale beslissing te veel moeite of tijd kost. Het is dan rationeel om zich te vergenoegen met een beslissingsregel die wel redelijk is, maar niet optimaal. De situatie lijkt een beetje op die van een schaker die nu eenmaal niet alle mogelijke standen die op het bord zouden kunnen verschijnen, kan doorrekenen en dus deels op intuïtie en ervaring moet afgaan.⁹

Als men dan al met veel moeite een zo goed mogelijke beslissing heeft genomen, bijvoorbeeld bij het kiezen van een optimale financiering van een woonhuis, dan is het vervolgens niet optimaal om elke keer als zich wat voordoet, de beslissing te heroverwegen. Immers, dan moet men alle moeite weer opnieuw doen. Ook dit lijkt op de situatie van een schaker, voor wie het efficiënter is zonder veel nadenken een bepaalde opening te spelen en tijd en energie te bewaren voor het moment in de tweestrijd waarop gebaand paden verlaten worden. Het is vanuit het oogpunt van het besparen van moeite dan bijvoorbeeld rationeel een auto via een leverancierskrediet te financieren, i.p.v. een extra hypothecaire lening, omdat de moeite om opnieuw na te denken (en informatie te ver-

zamelen) over de toestand op de hypotheekmarkt te groot wordt geacht. Men zou dit soort redenen om niet al te vaak financiële beslissingen te heroverwegen kunnen samenvatten onder het hoofdje 'transactiekosten'. Onder transactiekosten verstaan we dan zowel de 'echte kosten', bijvoorbeeld het geld dat men kwijt is bij het afsluiten van een hypothecaire lening, alsook psychische kosten, bijvoorbeeld de moeite die het kost om voldoende informatie te verzamelen en om in vaak ingewikkelde situaties (op een gebied waar men niet thuis is!) tot een beslissing te geraken.

Er is nog een derde reden om niet al te vaak oorspronkelijke plannen te willen herzien. Die reden heeft te maken met zelfbeheersing. Er zijn in het dagelijks leven vele voorbeelden van gedrag waarbij mensen zichzelf niet helemaal vertrouwen en daarom manieren zoeken die hen dwingen zich aan afspraken of plannen te houden.¹⁰ Rokers die proberen te stoppen, hebben soms uitgebreide systemen om hun consumptie van tabakswaaren te beperken, zoals afspraken en weddenschappen met andere rokers, waarbij degene die wordt betrapt toch te roken een bepaalde boete moet betalen; mensen die problemen hebben met overgewicht bezoeken klinieken die als voornaamste dienst aanbieden hun bezoekers onvoldoende te eten te geven; alcoholici gebruiken soms drugs die als gevolg hebben dat ze ziek worden als ze toch alcohol drinken. De meeste van deze voorbeelden zijn ontleend aan een artikel van Thaler en Shefrin (1981). Deze auteurs stellen een model voor, dat erop neerkomt dat in elk mens twee persoonlijkheden vertegenwoordigd zijn, een 'planner' en een 'doe-er'. De planner neemt de lange-termijnbeslissingen en moet er dan voor zorgen dat zijn alter ego (de doe-er) zich ook aan die beslissingen houdt. Om dat te bereiken worden dan trucs verzonnen zoals de bovenstaande. Voor wat betreft financieel beheer noemt Ausubel (1991) het voorbeeld van mensen die zo veel moeite hebben zich in hun uitgaven te beheersen dat ze hun credit card in een bak water leggen en het geheel invriezen.

De tweede en derde genoemde redenen liggen vrij dicht bij elkaar en kunnen op empirische gronden niet altijd makkelijk onderscheiden worden, omdat ze dezelfde implicatie voor financieel gedrag hebben. Consumenten zullen vaak niet zo snel terugkomen op eenmaal gekozen strategieën, ook al kost ze dat op korte termijn geld.

Shefrin en Thaler (1988) ontwikkelen hun zogeheten 'behavioral life cycle hypothesis' (BLCH) om dit fenomeen nader te beschrijven. De BLCH is eveneens gebaseerd op de notie dat zelfbeheersing moeite kost en dat mensen allerlei mechanismen verzinnen om zelfbeheersing te bereiken. De planner-doe-er metafoor is wederom van belang. Afgezien van 'externe' restricties die de planner kan opleggen aan een doe-er, bijvoorbeeld door geld op een spaarrekening vast te zetten met een hoge boete voor vroeg opnemen, kunnen 'interne' restricties worden ingevoerd, zogenoemde 'mental accounts' ofwel 'potjes'. De planner verbiedt dan als het ware de doe-er om geld uit bepaalde potjes op te nemen of laat dat slechts mondjesmaat toe. Shefrin en Thaler (1988) suggereren het bestaan van ruwweg drie soorten potjes, te weten huidig besteedbaar inkomen, huidig vermogen, toekomstig inkomen. De MPC van het huidig besteedbaar inkomen (bijvoorbeeld arbeidsinkomen, kleine meevallers, dividendinkomen) is ongeveer één, die van

toekomstig inkomen is ongeveer nul (bijvoorbeeld pensioenrechten, levensverzekeringen) en die van huidig vermogen (bijvoorbeeld eigen huis, aandelen) ergens daartussenin. De planner verbiedt de doe-er als het ware om toekomstig inkomen alvast te besteden, terwijl ook het huidige vermogen niet te veel mag worden aangetast. De potjes zijn een voorbeeld van wat bekend staat als 'framing'.¹¹ Door verschillende labels aan verschillende vermogenssoorten te hangen, worden ze ook als verschillend liquide gevoeld. Shefrin en Thaler geven een groot aantal voorbeelden die hun theorie moeten ondersteunen. Wij zullen dat hier niet doen, maar in plaats daarvan opnieuw de voorbeelden van de vorige paragraaf bekijken en o.a. kijken naar in hoeverre de daar gesignaleerde 'irrationaliteiten' mede als aanwijzingen kunnen dienen voor de geldigheid van de BLCH.

4.1 Credit card-verslaving?

In een recent artikel gaan Brito en Hartley (1992) in op de bewijsvoering van Ausubel (1991) voor het niet-competitief zijn van de credit card-markt en de rol van irrationaliteit van consumenten daarin. Gebruik makend van puur neoklassieke modellen, geleend op rationeel handelende consumenten, zijn zij in staat de door Ausubel waargenomen verschijnselen te verklaren. Hun conclusie is dan ook dat de door Ausubel aangevoerde feiten geen aanwijzing vormen voor zich irrationeel gedragende consumenten. Zonder te proberen hun formele modellen te reproduceren kunnen we wel een indruk geven van hun argumentatie.

De basis van hun betoog wordt gevormd door het feit dat het aanhouden van geld voor transactiedoeleinden niet gratis is. Of men moet er voor lenen, waarvoor dan rente betaald moet worden, of men heeft het geld beschikbaar, maar dan is er in elk geval de opportunity cost van het niet ontvangen van de rente die men bijvoorbeeld op een spaarrekening had kunnen krijgen. Voorzover het gaat om het sluiten van persoonlijke leningen, zijn daar bovendien transactiekosten mee gemoeid: men moet formulieren invullen, een bezoek aan de bank brengen, er is een kans dat men geweigerd wordt, hetgeen psychische kosten met zich meebrengt, etc. Voor het gemak nemen we bovendien aan dat er geen grace period bestaat. Deze aanname, zo betogen ze, maakt het gebruik van credit cards alleen maar onaantrekkelijker. Het toelaten van een grace period zou dus hun conclusies (dat het gebruik van credit cards rationeel is) alleen maar versterken.

In hun modellen (ze presenteren er meerdere, in toenemende mate van complexiteit) is het voor een consument optimaal om eerst de beschikbare transactiekassen te besteden en daarna alles met een credit card te gaan betalen. Hoeveel transactiekassen aanhouden (en hoeveel ze uiteindelijk met een credit card gaan betalen), hangt af van de verhouding tussen de rente op credit card-leningen en de rente (mogelijk: opportunity cost) die voor de transactiekassen moet worden betaald. De consumenten zullen vooral gevoelig voor de kosten van de transactiekassen. In het extreme geval bijvo

beeld dat transactiekassen gratis zijn, wordt geen gebruik gemaakt van credit card-leningen en doet de rente op credit card-rente er in het geheel niet toe. Deze modeluitkomst verklaart o.a. figuur 1, daar in het algemeen de kosten van transactiekassen van consumenten zullen samenhangen met de kosten die banken ondervinden bij het aantrekken van gelden om de credit card-leningen te financieren. Als dus in een bepaalde periode de kosten van geldleningen omlaag gaan, dan zal de vraag naar credit card-leningen naar beneden gaan. Indien nu een bank zou proberen om meer leningen aan te trekken door de credit card-rente te verlagen, dan zal dit relatief weinig effect hebben op de vraag naar leningen van bestaande klanten (hun vraag naar credit card-leningen is vooral gevoelig voor de kosten van geldleningen), maar zullen ze daardoor vooral klanten aantrekken die elders moeilijk geld kunnen lenen, de 'bad risks'. Dit zet de winst onder druk en maakt de wijsheid van een lagere credit card-rente twijfelachtig. Aldus verwacht men dat bij lagere kosten van geld lenen credit card-rentes daarop weinig zullen reageren.¹²

Het contrast met het verhaal van Ausubel is natuurlijk dat in de modellen van Brito en Hartley consumenten rationeel zijn en toch credit cards gebruiken. Ze putten eerst hun beschikbare transactiekassen uit en gaan dan over tot financiering via credit cards. Ze betalen dan wel de hoge credit card-rente, maar over een zo kort mogelijke periode. Brito en Hartley presenteren ook diverse berekeningen, die suggereren dat zelfs met heel bescheiden kosten van het opnemen van een persoonlijke lening, van bijvoorbeeld 100 dollar, het rationeel is om leningen van duizenden dollars met credit cards te financieren. Dit verhaal kan nog worden versterkt door toe te laten dat consumenten niet altijd van te voren weten hoeveel geld ze in een bepaalde periode nodig hebben (bijvoorbeeld omdat duurzame consumptiegoederen het plotseling kunnen begeven en vervangen of gerepareerd moeten worden). Een credit card fungeert dan als een soort verzekering. Zonder credit card zou men meer geld beschikbaar moeten houden voor onverwachte tegenvallers, hetgeen extra rentelasten met zich mee brengt.

Zoals zo vaak in de economie hebben we hier dus twee modellen die een bepaald waargenomen fenomeen verklaren. Op grond van beschikbare gegevens lijkt het moeilijk om uit te maken welk van de twee modellen de beste beschrijving geeft. Men kan zich met enige fantasie echter wel gegevens voorstellen die meer inzicht geven in de vraag welk model de beste beschrijving van de werkelijkheid geeft. Brito en Hartley voorspellen bijvoorbeeld dat consumenten die aan het eind van de maand hun salaris op de bank krijgen, hun credit card vooral tegen het eind van de maand zullen gebruiken. Men zou dus informatie nodig hebben over wanneer men zijn credit card vooral gebruikt om te zien of de verklaring van Brito en Hartley beter is dan die van Ausubel.¹³

Duidelijk moge zijn uit het voorgaande dat een beter inzicht in de consumentenbehoeften en het consumentengedrag kan leiden tot een prijsbeleid en een rentebeleid dat duidelijk afwijkend is van de traditionele vraag-/aanbodtheorie.

Een verlaging van de rente zal niet per definitie behoeven te leiden tot vergroting van

de vraag, wel tot een toegenomen aantrekkelijkheid voor specifieke (in dit geval bac risk) segmenten.

4.2 Beslissen op kasbasis

In het licht van het voorgaande zijn er minstens twee alternatieve verklaringen voor dit fenomeen. De eerste verklaring ligt in de behavioral life cycle hypothesis van Shefrin en Thaler. In hun theorie behoort een bonus (of een vakantieuitkering) tot een ander 'potje' dan een maandinkomen. De MPC kan dan heel goed verschillend zijn. Voorzover men een vakantieuitkering als toekomstig inkomen beschouwt, zou er niets van geconsumeerd mogen worden, tot de dag dat de uitkering wordt overgemaakt. Als deze wordt overgemaakt, is het een plotselinge kapitaalinjectie die bij het huidige vermogen wordt 'bijgeschreven'. De MPC is dan minder dan van het reguliere maandinkomen maar wel positief.

Een andere verklaring, à la Brito en Hartley, zou kunnen liggen in de kosten van transactiekassen, waardoor voorzover mogelijk (zoals bij de aanschaf van duurzame consumptiegoederen) consumptieve uitgaven parallel worden gedaan aan de beschikbaarheid van geld. Het is bijvoorbeeld mogelijk om tegen een te verwachten vakantieuitkering te lenen, maar de transactiekosten daarvan maken dat niet aantrekkelijk. Om meer inzicht te krijgen in de wijze waarop zoiets als vakantieuitkeringen worden gepercipieerd door consumenten, is het overigens van belang om vrij precies de timing van aankopen en saldi op bank- en girorekeningen te volgen.

Een beter inzicht in dit gedrag zal ook een betere financiële advisering mogelijk maken omdat de bank (adviseur) beter zicht heeft gekregen op het feitelijke gedrag van de consument.

4.3 Hypotheekkeuze

We hebben eerder geconstateerd dat hypotheekgevers vaak niet de moeite lijken te nemen bij andere dan de uiteindelijke instelling van keuze informatie te vragen. Al met al lijkt het beeld dat in paragraaf 3.3 naar voren komt, niet te sporen met dat van een rationele consument die eerst uitgebreid informatie verzamelt en dan een beslissing neemt met het doel de hypothecaire leningkosten van de hypothecaire lening te minimaliseren. Er is een aantal redenen waarom dit beeld te somber kan zijn. Voor diegenen die al een hypothecaire lening hebben, bijvoorbeeld, kan het wisselen van instelling aanzienlijke transactiekosten met zich mee brengen. Zo'n wisseling is dan pas rationeel als de verschillen in voorwaarden tussen hypotheeknemers flink verschillen. Zelfs zonder uitgebreid onderzoek, kan het een consument duidelijk zijn dat zo'n verandering niet rendabel is en dat zoeken dan ook weinig zin heeft. Een tweede punt is dat het afsluiten van een hypothecaire lening voor een consument meestal een verbintenis voor langere tijd inhoudt. Voorstelbaar is dan dat het vermijden van risico's belangrijker is dan op di

moment het hoogste rendement halen. Een hypothecaire lening die voor een lange tijd een vaste rente heeft, kan voor een individu aantrekkelijk zijn, omdat daarmee de vaste lasten voor een lange periode bekend zijn. Dit voordeel kan voor risicomijdende consumenten belangrijker zijn dan lagere kosten die wellicht een meer flexibele hypothecaire lening met zich mee zou brengen.

Men kan dit soort voorbeelden gemakkelijk aanvullen met andere aspecten. Waar het hier om gaat, is dat het afsluiten van een hypothecaire lening een complexe beslissing is, waarvan een onderzoeker slechts de rationaliteit kan vaststellen indien de doeleinden en percepties (bijvoorbeeld verwachtingen omtrent de toekomstige rente) van consumenten bekend zijn. Bij beslissen onder onzekerheid en niet kosteloos verkrijgbare informatie impliceren vele gangbare rationele economische modellen een beperkt zoekgedrag, mede afhankelijk van de heterogeniteit van de markt. Voorzover consumenten zouden veronderstellen dat verschillende hypotheeknemers niet al te veel zullen verschillen in de geboden voorwaarden, is het voor hen rationeel om niet al te veel energie te besteden aan het zoeken naar de goedkoopste instelling, maar om de aandacht te concentreren op de keuze van een op eigen behoeften toegesneden hypotheekvorm.

Gezien vanuit de bank zou deze constatering kunnen betekenen, dat het marketingbeleid en de financiële advisering zich primair zouden moeten richten op de commerciële boodschap dat de bank 'alle' hypotheekvormen in huis heeft, met als secundaire mededeling eventueel een indicatie van het prijsniveau.

Het feit dat slechts een zeer beperkt deel van de consumenten zich oriënteert op de 'goedkoopste', lijkt in dit opzicht voldoende basis te geven om niet het prijsniveau maar de breedte van het produktenscala centraal te stellen.

4.4 Gratis lenen aan de overheid

Dit fenomeen komt ook in Nederland voor. Op grond van de in het vooronderzoek gebruikte SEP-data kunnen we constateren dat mensen gemiddeld belasting terug krijgen, i.p.v. behoeven bij te betalen. Indien we ons beperken tot diegenen die geen zelfstandige zijn en die een hypothecaire lening hebben, zodat we er vrij zeker van kunnen zijn dat ze in aanmerking komen voor vermindering loonbelasting, dan blijkt bijvoorbeeld dat slechts één derde van deze groep van de mogelijkheid tot vermindering loonbelasting gebruik maakt.

Zeker bij volstrekte zekerheid omtrent het inkomen in het lopend jaar is dat niet handig. In werkelijkheid is er vrijwel altijd onzekerheid omtrent de precieze hoogte van het inkomen. De fluctuatie van inkomen van jaar tot jaar is veel hoger dan men op het eerste gezicht zou denken.¹⁴

Onder zulke onzekerheid moet men twee gebeurtenissen afwegen. Enerzijds de mogelijkheid dat men uiteindelijk moet bijbetalen. Indien men een beleid voert van bescheiden transactiekassen (immers dan is het renteverlies gering, zoals boven betoogd), dan

betekent bijbetalen waarschijnlijk dat men tegen vrij hoge rentekosten geld moet vrijmaken. Anderzijds is de implicatie van teveel betaalde belasting dat men renteopbrengste heeft laten lopen. Als de opbrengsten van eigen beleggingen veel lager zijn dan de kosten van leningen in het geval men belasting moet nabetalen, dan kan het rationeel zijn om de kans op bijbetaling klein te maken. In dat geval krijgt men gemiddeld geld van de inkomstenbelastingen terug.

Duidelijk is ook hier weer dat men niet te vlug moet zijn met consumenten irrationeel te verklaren. De optimaliteit van gedrag hangt, wederom, in sterke mate af van de precieze omstandigheden waarin beslissingen genomen worden en de doelstellingen die individuen nastreven.

Dit betekent niet dat bijvoorbeeld de BLCH van Shefrin en Thaler geen bijdrage aan de verklaring van het fenomeen van te veel betaalde belasting zou kunnen geven. Het teveel betalen van belasting zou dan een methode zijn om jezelf te dwingen tot zelfbeheersing. (Denk aan het Amerikaanse voorbeeld, waarbij de belastinguitkering binnen komt rond de tijd dat men met vakantie denkt te gaan.) Om te weten wat de waarde van zo'n verklaring is, moet eenvoudig meer van de consument bekend zijn. Indien bijvoorbeeld een consument een doorlopend krediet heeft, dan zijn de kosten van contant geld gelijk aan de rente op het doorlopend krediet. In dat geval zijn de kosten van het teveel belasting betalen gelijk aan de rente over het teveel betaalde bedrag. Er is dan geen puur financiële reden te verzinnen om teveel belasting te betalen, integendeel. Immers: indien men te weinig betaalt, dan spaart men de rente op het doorlopend krediet uit. Op het moment van bijbetalen kan men dan alsnog het doorlopend krediet aanspreken.

Om dus te kunnen onderscheiden tussen de twee genoemde mogelijkheden, moeten we precies weten wat voor soort rekeningen consumenten hebben.

4.5 Incomplete portefeuilles

Het ligt voor de hand dat het verschijnsel van incomplete portefeuilles o.a. te wijten is aan het bestaan van transactiekosten, zoals provisiekosten, de kosten van informatieverzameling en de moeite van het op de hoogte blijven van de ontwikkelingen in financiële markten. In eenvoudige economische modellen die een complete portefeuille voorspellen, wordt geen rekening gehouden met het bestaan van transactiekosten. Men zou verder verwachten dat het belang van transactiekosten zoals provisiekosten van minder belang zal zijn naarmate het vermogen groter wordt. Uit de empirische studies van bijvoorbeeld King en Leape (1987) en Alessie, Camphuis en Krishnan (1992)¹⁵ blijkt inderdaad dat huishoudens met grotere vermogens hun vermogen over meer categorieën spreiden. We hebben echter in de vorige paragraaf ook gezien dat rijke huishoudens en gezinnen met veel vermogen in betaal- en spaarrekeningen nog steeds verre van complete portefeuilles hebben. King en Leape (1987) verklaren dit verschijnsel uit het feit dat consumenten geen goed inzicht hebben in alle investeringsmogelijkheden, laat

staan in het rendement- en risicoprofiel ervan. Het is waarschijnlijk dat veel consumenten niet in aandelen en obligaties willen beleggen omdat ze te weinig kennis omtrent deze materie hebben en niet geïnteresseerd zijn om deze kennis te verzamelen. Dit vermoeden wordt bevestigd door de antwoorden op een enquêtevraag. Het bleek dat ongeveer 40% van de huishoudens met minstens 30.000 dollar vermogen in betaal- en spaarrekeningen wegens onvoldoende kennis niet in aandelen en/of obligaties wenste te beleggen.

Wederom blijkt dat de consument rationeler handelt dan op het eerste gezicht lijkt. Dat kan men ook zien aan andere feiten uit ons onderzoek. In Alessie et al. (1992) wordt om verschillende redenen de invloed van het Nederlandse belastingstelsel op portefeuillekeuze benadrukt. Ten eerste laat dit systeem ruimte voor *interestarbitrage*. Rentebetalingen op alle schulden zijn fiscaal aftrekbaar. Tegelijkertijd worden er geen of lage belastingen geheven op de opbrengsten van bepaalde beleggingen zoals groeifondsen en kapitaalverzekeringen. Dit betekent dat met name voor huishoudens met een hoog belastbaar inkomen de nettovermogensopbrengsten hoger kunnen zijn dan de netto-rentebetalingen op schulden. Teneinde de mogelijkheid van interest-arbitrage te benutten is het voor met name rijke gezinnen interessant om huiseigenaar te zijn en het huis te financieren met een hypothecaire lening, ook al heeft men voldoende middelen om het huis zonder lening aan te schaffen. De SEP-gegevens suggereren dat het merendeel van deze gezinnen zowel een huis als een hypothecaire lening alsook andere vermogensbestanddelen hebben. Een tweede eigenaardigheid van het Nederlandse belastingstelsel is dat voor alleenstaanden de eerste 1.000 gulden rente opbrengsten belastingvrij is.¹⁶ Een vergelijkbare regeling geldt voor dividendinkomsten. Dus is het voor de rijkere huishoudens de moeite waard om in elk geval een beetje rente-inkomsten en dividendinkomsten te hebben. Samengevat biedt het Nederlandse belastingstelsel huishoudens met een hoog belastbaar inkomen prikkels om hun beleggingsportefeuille meer te diversifiëren. Ons onderzoek laat inderdaad zien dat gezinnen met een hoge marginale belastingvoet geneigd zijn om meer soorten vermogenstitels aan te houden dan andere huishoudens.

Ook hier geldt evenwel dat dit gedrag niet hetzelfde is gedurende elke levensfase van de consument. Dit kan bijvoorbeeld komen omdat de (immaterieke) transactiekosten van het samenstellen van een optimale portefeuille of de risicogeneïdheid varieert over de levenscyclus. Zoals recentelijk nog is betoogd door Kuylen in zijn dissertatie, zijn er per levensfase andere criteria relevant voor de consument en zal derhalve ondanks gelijkblijvende financiële omstandigheden, een verschillend financieel gedrag getoond worden. Inzicht in deze (veelal immateriële) criteria en een betere afbakening van de diverse levensfasen zal leiden tot het herkennen en onderkennen van groepen consumenten met gelijkgestemd gedrag waarmee alsnog voldaan kan worden aan een belangrijke voorwaarde voor een op de consument gerichte financiële advisering.

5 De onzichtbare consument?

In het voorgaande werd al aangegeven dat zoiets als de rationaliteit van consumenten alleen beoordeeld kan worden als we over veel informatie beschikken. Mutatis mutandis geldt dat ook voor adequate financiële advisering; men kan niet een adequaat advies geven aan een cliënt indien men maar half begrijpt hoe deze zijn of haar beslissing neemt, of in welke omstandigheden deze verkeert.

De informatie die men via enquêtes over de financiële situatie van huishoudens krijgt, blijkt vaak gebrekkig te zijn. Daarvoor zijn drie hoofdoorzaken aan te geven. In eerste plaats vinden respondenten het soms moeilijk om alle gevraagde informatie verstrekken of vinden ze het te veel moeite. In de tweede plaats zijn vragenlijsten die enquêtes gebruikt worden, meestal niet op de situatie van alle respondenten toegesloten, zodat communicatiestoornissen optreden tussen de onderzoeker en de respondent. In de derde plaats is non-respons niet willekeurig over de populatie verdeeld, zodat degenen die wel aan een onderzoek meedoen, geen goede afspiegeling vormen van de gehele populatie. De drie genoemde factoren hangen samen.

De moeilijkheden waar het om gaat, kunnen het beste aan de hand van bestaand onderzoek (van anderen en van onszelf) worden toegelicht. In het SEP varieert betrouwbaarheid van de respons per vermogenscategorie. Voor wat betreft de waarde van het eigen huis, lijkt de kwaliteit erg goed te zijn. Indien men regionale gemiddelden van huizenprijzen op basis van het SEP vergelijkt met die van de Nederlandse Vereniging van Makelaars, dan sporen die goed met elkaar. Kennelijk houden men goed bij wat er met de prijzen van huizen in hun omgeving gebeurt. Gaat het echter om het bezit van bijvoorbeeld aandelen of obligaties, dan maakt de informatie een stuk minder betrouwbare indruk. Van jaar op jaar zien we bijvoorbeeld fluctuaties in het bezit van deze vermogenscomponenten die verdacht groot zijn. Ook zoiets als bezit van spaarrekeningen wordt niet erg goed gemeten. In de gevallen van minder bevredigende betrouwbaarheid van de respons is de oorzaak vaak te vinden in een betrekkelijk globale vraagstelling, waardoor vermogenscategorieën niet erg specifiek worden benoemd. Een voorbeeld is 'overig onroerend goed' die voor zelfstandig diverse betekenissen kan hebben en waarop we dan ook zeer grote fluctuaties waarneemen. Een ander voorbeeld is de aanduiding van diverse rekeningsoorten (betaalrekeningen, spaarrekeningen, etc.). Omdat banken nogal eens eigen namen voor zulke rekeningen hebben, wordt door een respondent niet altijd onderkend dat een bepaalde rekening met een exotische naam in een bepaalde categorie thuis hoort. Het gevolg is dan ook dat in het SEP bijvoorbeeld het bezit van spaarrekening wordt onderschat. In het collectief bankenonderzoek (CBO) dat in oktober 1988 was uitgevoerd, wordt het aantal spaarrekeningen ook onderschat, maar niet in dezelfde mate. Men kan dit toeschrijven aan verschillen in opzet. Het CBO is specifiek opgezet om meer financiële informatie over huishoudens te verzamelen, terwijl het SEP een breder doel heeft.

Indien men de informatie die van respondenten van het SEP wordt verkregen, 'opblaast' naar nationale totalen en deze vergelijkt met informatie van de Nederlandse Bank, dan blijken voor sommige categorieën vermogen afwijkingen van tientallen procenten op te treden, o.a. voor de saldi aan spaargelden. In buitenlands onderzoek worden soms vergelijkbare resultaten verkregen. Zie bijvoorbeeld Avery, Elliehausen en Kennickell (1988) en Juster en Kuester (1991). Naast onvoldoende respons door de huishoudens en verschillen in definitie tussen de vragenlijst van een enquête en die in Nationale Rekeningen, worden verschillen veroorzaakt door niet-representativiteit van enquêtes. Deze is het gevolg van *selectieve non-respons*. Het blijkt dat zowel hoge als lage inkomens in dit soort enquêtes licht ondervertegenwoordigd zijn.

Omdat vermogen onevenredig sterk voorkomt bij de hoge inkomens, kan het missen van slechts een klein percentage van de hoge inkomens leiden tot een flinke onderschatting van het gemiddelde vermogen dat huishoudens in Nederland hebben. Uit ons eigen onderzoek blijkt dat een correctie voor deze ondervertegenwoordiging van hoge inkomens leidt tot een ongeveer 10% hogere schatting van het gemiddelde vermogen van huishoudens.

Een ander, enigszins verwant effect is dat voor mensen met hoge inkomens (en dus hoge vermogens) het invullen van een vragenlijst een stuk meer werk is dan voor mensen met lage inkomens, eenvoudig omdat men op veel meer vragen antwoord moet geven. Omdat mensen met een hoger inkomen meer antwoorden moeten geven, is er voor hen ook een grotere kans dat althans één van de antwoorden fout is. Als we dan vervolgens besluiten om alle huishoudens uit onze dataset te verwijderen die ergens een foutje hebben gemaakt, leidt dat wederom tot een ondervertegenwoordiging van hogere inkomens. Op grond van de analyse van de SEP-data hebben we gevonden dat ook dit een neerwaarts effect heeft op het geschatte gemiddelde vermogen van huishoudens in de orde van 10%. Aldus kunnen we constateren dat alleen al die twee effecten samen een onzuiverheid in onze schattingen van nationale totalen veroorzaken in de orde van grootte van 20%. Uit Amerikaans onderzoek, zoals boven genoemd, blijkt dat een combinatie van de correctiemethoden die we hier geschetst hebben in combinatie met een zorgvuldige opzet van steekproeftrekking¹⁷ en vraagstelling het mogelijk maakt om tot enquêteuitkomsten te komen die redelijk vergelijkbaar zijn met op andere wijze verkregen nationale totalen.

Het niet altijd precies op de situatie van respondenten toegespitst zijn van vragenlijsten is vooral van belang voor zelfstandigen. In het SEP is de respons van zelfstandigen duidelijk gebrekkiger dan van andere respondenten. Om van zelfstandigen betrouwbare informatie te verkrijgen is het nodig om vragenlijsten te ontwikkelen die precies op hun situatie toegesneden zijn.

Ook als erg veel energie wordt gestoken in het ontwikkelen van zo adequaat mogelijke vragenlijsten en het verkrijgen van een zo representatief mogelijke steekproef, dan nog

zullen onnauwkeurigheden in de verzamelde informatie niet te vermijden zijn. Het dan echter wel zaak om zich van de effecten ervan bewust te zijn. In onze analyses van het SEP tot nu toe hebben we bijvoorbeeld besparingen gedefinieerd als veranderingen in vermogen. Als we dan kijken naar de correlatie tussen besparingen tussen twee opeenvolgende jaren, blijkt deze negatief te zijn. Op zichzelf is dat vreemd, omdat men zou verwachten dat sommige mensen vrij systematisch meer sparen dan anderen. Als dan iemand in een bepaald jaar veel spaart, verwachten we dat zo iemand in een volgend jaar ook wel weer veel zal sparen. De negatieve correlatie suggereert echter juist het tegenovergestelde: als iemand dit jaar veel spaart, dan is de verwachting dat hij of zij in het volgende jaar minder spaart.

Dit kan puur het gevolg zijn van meetfouten. Een eenvoudig voorbeeld kan dat duidelijk maken. Stel dat we geïnteresseerd zijn in de besparingen van een bepaald gezin in 1987 en 1988. We meten dan het vermogen eind 1986, eind 1987 en eind 1988. Het verschil tussen het vermogen aan het eind van 1987 en 1986 geeft dan de besparingen in 1987 en het verschil tussen de vermogens van eind 1988 en eind 1987 geeft de besparingen in 1988. Stel nu dat het vermogen van eind 1987 te hoog is gemeten, we overschatten dan de besparingen in 1987 en onderschatten de besparingen van 1988. Deze combinatie van overschatten en onderschatten geeft de gesignaleerde negatieve correlatie. Dat is een redelijke verklaring vormt voor de gesignaleerde negatieve correlatie, blijkt ook het feit dat in een steekproef zonder zelfstandigen de correlatie veel dicht bij nul is dan in een steekproef met zelfstandigen. Daar de meting van vermogens van zelfstandigen minder nauwkeurig is dan van de overigen, is dit wat we zouden verwachten.

Afgezien van het opstellen van zo goed mogelijke vragen is de beste manier om de meetfouten veroorzaakte problemen op te lossen, besparingen *op meerdere manieren meten*. Voor besparingen geldt dat we deze ook kunnen achterhalen door in elk jaar het inkomen en totale consumptie te meten. Het verschil geeft dan ook een schatting van de besparingen van een gezin in een bepaald jaar. In principe moet deze schatting natuurlijk overeenkomen met wat we krijgen via het meten van veranderingen in vermogen. Dat is in de praktijk niet zo, maar er zijn verschillende econometrische technieken die met de twee metingen in de hand het mogelijk maken toch verantwoorde analyses te doen. Het gebruik maken van twee verschillende metingen van besparingen is met het SEP niet mogelijk, omdat geen consumptie gemeten wordt. In het telepanel zal dat het geval zijn.

Het vorenstaande is een vrij impressionistische weergave van de problemen die men bij beschouwing dient te nemen bij het verzamelen en analyseren van gegevens over individuele financiële data die via enquêtes worden verkregen. Op de in de aanhef gestelde retorische vraag bestaat een duidelijk antwoord. De consument is niet onzichtbaar, maar de onderzoeker moet wel heel goed kijken,

Voor de bank betekent het dat, uitgaande van het streven naar een adequate financiële advisering, niet slechts gestreefd wordt naar een breed productenpakket (tenminste marktconform) maar dat de bank tevens goed zicht heeft op het rationele en ogenschijnlijk irrationele gedrag van de consument.

Slechts wanneer de bank de consument begrijpt, zal de bank de adequate gesprekspartner zijn waaraan de consument met het volste vertrouwen advies vraagt.

De gesignaleerde onduidelijkheden in het gedrag van de consument, alsmede de constatering dat tijdens de levenscyclus het gewicht van bepaalde criteria verschuift, impliceert dat een als hier bedoeld inzicht veel aanvullend onderzoek van de bank zal vergen.

6 Hoe gaat het verder?

Het is zeker niet de bedoeling om hier een systematisch overzicht te gaan geven van al onze onderzoeksplannen. Eerder willen we terugverwijzen naar de problemen die we in eerdere paragrafen hebben geïntroduceerd en op grond daarvan motiveren waarom sommige dingen belangrijk zijn om te onderzoeken.

Uiteraard is het van groot belang om veel aandacht te besteden aan de kwaliteit van gegevens. Voor de lezer is het echter wellicht niet buitengewoon interessant om daarover uit te wijden.

Het moge duidelijk zijn dat het onze onderzoeksstrategie blijft uit te gaan van rationaliteit van consumenten. Echter, in het onderzoek is ruimte voorzien voor psychologische experimenten en kleinschalig ad hoc-onderzoek om de mate van rationeel handelen bij het nemen van financiële beslissingen nader te bestuderen.

Fundamenteel voor het 'rationalistisch' economisch modelleren is het onderscheid tussen de doeleinden van een consument (de preferenties ofwel nutsfunctie) en de beperkingen waaraan de consument bloot staat. De beperkingen omvatten o.a. financiële beperkingen, zoals kredietplafonds en renteverplichtingen, maar ook problemen bij het verzamelen van informatie, het nadenken over de beste gedragswijze, etc. Vooruitgang in economisch onderzoek wordt dan vooral (maar niet alleen) geboekt door het steeds beter begrijpen van de rol van de beperkingen. Dit allemaal volgens het adagium van Herbert Simon dat menselijk gedrag vooral ingewikkeld *lijkt*, omdat mensen zich staande moeten houden in een erg ingewikkelde omgeving. Hoe beter we de omgeving begrijpen, des te beter we gedrag begrijpen.

De fundamentele premisse is aldus dat individueel gedrag voorspelbaar en begrijpbaar is. Grillicheid is voor het grootste deel maar schijn, veroorzaakt door ons onbegrip.

Het grote voordeel van de tweedeling tussen preferenties en beperkingen is dat het ons mogelijk maakt te voorspellen hoe consumenten zich gedragen onder gewijzigde omstandigheden. Immers, als we de doeleinden van de consument kennen, dan kunnen we voorspellen welke keuze hij of zij zal maken bij veranderde beperkingen.

Een voorbeeldje kan dat duidelijk maken. Stel dat we via marktonderzoek het gevoel krijgen dat sommige consumenten meer rentegevoelig zijn dan andere. Op grond daarvan zou men in marketingbeleid een marktsegmentatie kunnen overwegen waarbij voor het interestgevoelige deel een ander produkt wordt aangeboden dan voor het interestongevoelige deel. Vanuit de economische theorie ligt het voor de hand dat interestgevoeligheid niet een persoonskenmerk is, maar vooral een reflectie van iemands omstandigheden. Als iemand weinig mogelijkheden heeft om geld te lenen, bijvoorbeeld omdat men al zwaar in de schulden zit, dan speelt niet de rente een belangrijke rol maar de mogelijkheid om überhaupt wat te kunnen lenen. Ditzelfde individu kan het goed in veranderende omstandigheden, bijvoorbeeld bij een inmiddels hoger wordend inkomen en meer leenmogelijkheden, wel rentegevoelig zijn. Economische theorie geeft dan aan, wie in welke omstandigheden rentegevoelig zijn.

Hoewel de algemene strategie van het onderzoek hiermee gegeven is, blijft er aanzienlijke vrijheid in de precieze keuze van te onderzoeken deelonderwerpen. Bewust wordt dat niet van tevoren precies vastgelegd, omdat we de ruimte willen houden om op grond van tijdens de rit verkregen inzichten bij te sturen. Zeker met zo'n grote multidisciplinair samengestelde groep van onderzoekers lijkt dat de juiste strategie. Desondan is het de moeite waard om kort enige onderwerpen te noemen die in elk geval aandacht zullen krijgen, o.a. wegens hun relevantie voor financiële advisering.

Een interessant onderwerp, ook al eerder aangeroerd, is de portefeuillekeuze over de levenscyclus. Hierbij speelt, naast de samenhang met pensioenvoorzieningen, o.a. de invloed van belastingen een belangrijke rol. Naarmate belastingen belangrijker blijken te zijn voor de vermogenssamenstelling, is er meer ruimte voor advisering t.a.v. de keuze van fiscaal gunstige beleggingsvormen. Eerder is aandacht besteed aan het veelvuldig voorkomen van incomplete portefeuilles. Voorzover deze het gevolg blijken te zijn van transactiekosten of onvolledige informatie, is er een duidelijke rol weggelegd voor het verbeteren van informatiestromen naar de consument toe, of het ontwikkelen van nieuwe produkten die de transactiekosten voor consumenten van het aanhouden van een gediversifieerde portefeuille verminderen.

Er zal zeker aandacht worden besteed aan de rol van onzekerheid bij het financieel beheer van huishoudens. Men kan dan o.a. denken aan de gesignaleerde strategie om het betalen van belastingen aan de veilige kant te blijven (d.w.z. liever wat te veel betalen dan het risico te lopen om bij te moeten betalen). Als dit puur een kwestie is van het vermijden van de rentekosten van op een ongunstig moment moeten bijlenen van geld, heeft dat andere gevolgen voor financiële advisering dan wanneer zoiets vooral een reflectie is van een mechanisme om overbesteding tegen te gaan. In het eerste geval kan men zich zelfs de ontwikkeling van een soort 'belastingrekening' voorstellen waarop consumenten gericht sparen tot ze de definitieve aanslag binnen hebben. Is het echter vooral een kwestie van het kunstmatig vergroten van de eigen bestedingsdiscipline, dan mag men verwachten dat de praktijk van te veel belasting betalen zal blijven bestaan.

Een meer algemene vraag is in hoeverre transactiekosten of andere beperkingen aan het uitvoeren van financiële transacties (zoals leningplafonds) een belangrijke gedrags-determinant zijn. Het soort beperking waar het om gaat, is wederom belangrijk, omdat dit bepaalt wat eventueel mogelijk is om beslissingen te optimaliseren. Gaat het alleen om informatie, dan is het van belang optimale voorlichting over alternatieven te organiseren. Gaat het vooral om 'echte' fysieke transactiekosten, dan is de vraag hoe die geminimaliseerd kunnen worden.

Het voorgaande is niet meer dan een aanduiding van relevante onderzoeksvragen. Er zal bijvoorbeeld zeker aandacht worden besteed aan de samenhang tussen financieel beheer en arbeidsmarktparticipatie. Denk o.a. aan de beslissing om in de VUT te gaan, als het opgebouwde vermogen, inclusief pensioenvoorziening, voldoende is.

7 Besluit

Is financiële advisering fictie of realiteit? Financiële advisering bestaat en is dus realiteit. De vraag is echter in hoeverre de consument die om raad vraagt, een advies krijgt dat aansluit bij zijn of haar behoeften. Omdat te bepalen is 'slechts' één ding nodig: inzicht in wat de consument beweegt en hoe beslissingen genomen worden.

De strekking van dit artikel is vooral geweest om te benadrukken hoe weinig systematische kennis er bestaat van het gedrag van consumenten. Het gevolg is dat financiële advisering het risico loopt niet aan te sluiten bij de behoeften en capaciteiten van consumenten en daarmee haar doel voorbij te schieten. Het geëntameerde onderzoek beoogt, door haar grootschalige en multidisciplinaire karakter, een 'sprong voorwaarts' te maken. Niet alleen onze wetenschappelijke kennis zou daarvan moeten groeien, het verschaft ook meer handvatten voor goed financieel advies.

Noten

1. De enige belangrijke uitzondering lijkt te zijn het bouwen van macromodellen, dat meestal in grotere teams gebeurt. In dat geval poogt men niet zozeer één probleem goed te doorgronden als wel een beeld van de hele economie te verkrijgen.
2. De Stichting Telepanel te Amsterdam.
3. Het is niet goed denkbaar dat in de toekomst in het SEP dit soort informatie wel uitgebreid gevraagd wordt, daar gezien de overige doeleinden van het SEP er eenvoudig niet genoeg ruimte in de vragenlijst is om dit soort informatie betrouwbaar te verzamelen.
4. Dit aantal lijkt misschien op het eerste gezicht verrassend groot. Men moet bedenken dat bijvoorbeeld Visa een zeer wijdverbreide kaart is, maar dat de condities waaronder men van een Visa card gebruik maakt, afhangen van de instelling die de kaart aanbiedt. In die zin is elke bank die Visa aanbiedt, een aparte aanbieder in de markt. Overigens heeft het hier genoemde getal betrekking op 1991 en is ontleend aan The Nilson Report (1992); Ausubel ging nog uit van 4.000, ontleend aan The Nilson Report (1987). Het aantal credit card-aanbieders groeit dus nog steeds snel.

5. Zie Canner en Fergus (1987), geciteerd door Ausubel.
6. Geciteerd door Thaler (1990).
7. Geciteerd door Maital en Maital (1990).
8. Het is uit fiscaal oogpunt aantrekkelijk om in dit soort obligaties te beleggen.
9. In de operations research doen zich soortgelijke problemen regelmatig voor. Er zijn bijvoorbeeld legio logistieke vraagstukken die ook met de krachtigste supercomputer niet kunnen worden opgelost. In de praktijk zoekt men dan naar algoritmen die niet een optimale oplossing geven, maar die meestal 'bevredigend' zijn.
10. Een niet-alledaags, maar beroemd voorbeeld is natuurlijk het gedrag van Odysseus die zich aan de mast van zijn schip liet binden om niet voor de fatale verleiding van de sirenen te bezwijken.
11. Zie Kahneman en Tverski (1984).
12. Merk op dat deze verklaring voor het neerwaarts star zijn lijkt op die van Ausubel. In beide gevallen wordt de aantrekkingskracht van een lagere rente op bad risks de belangrijkste reden geacht waarom het niet verstandig is om rente te verlagen.
13. Uiteraard is de voorspelling van Brito en Hartley gebaseerd op hun modelveronderstellingen en de Amerikaanse institutionele omgeving. Voor het bedenken van een toets op de juistheid van hun model in de Nederlandse context moet eerst worden nagedacht over hoe die context de implicaties van hun model modificeert.
14. Dit kan men in de SEP-data waarnemen. Bijvoorbeeld wordt vastgesteld dat de standaardwijking van de relatieve inkomensveranderingen ongeveer 40% bedraagt (Alessie en Kapteyn (1992)).
15. In deze studie is gebruik gemaakt van de SEP-data.
16. Voor echtparen geldt een belastingvrije voet van 2.000 gulden.
17. Het is met name van belang om hoge inkomens te oververtegenwoordigen in een steekproef; zie Juster en Kuester (1991) en King en Leap (1987).

Literatuur

- Alessie, R.J.M., H. Camphuis en P. Krishnan (1992), 'Household wealth and the composition of portfolios,' mimeo, Tilburg University.
- Alessie, R.J.M., E. van Elderen en A. Kapteyn (1991), 'Inkomens van ouderen 1984-1987 uitgebreide versie' rapport Economisch Instituut Tilburg.
- Ausubel, L.M. (1991), 'The failure of competition in the credit card market,' *American Economic Review*, 81, 1, pp. 50-81.
- Avery, R. G. Elliehausen en A. Kennickell (1988), 'Measuring wealth with survey data: an evaluation of the 1983 Survey of Consumer Finances,' *Review of Income and Wealth*, 34 pp. 339-369.
- Brito, D.L. en P.R. Hartley (1992), 'Consumer rationality and credit cards,' mimeo, Rice University en The Australian National University.
- Canner, G.B. en J.T. Fergus (1987), 'The economic effects of proposed ceilings on credit card interest rates,' *Federal Reserve Bulletin*, 73, pp. 1-13.
- Cordes, J.J., H. Galper en S.N. Kirby (1990), 'Causes of overwithholding: Forced saving or transactions cost?,' working paper, George Washington University.
- Ishikawa, T. en K. Ueda (1984), 'The bonus payment system and Japanese personal savings,' in: *The economic analysis of the Japanese firm*, M. Aoki (ed.), North Holland: Amsterdam.
- Juster, F.T. en R.A. Kuester (1991), 'Differences in the measurement of wealth inequality and wealth composition obtained from alternative U.S. wealth surveys,' *Review of Income and Wealth*, 37, pp. 33-62.
- Kahneman, D. en A. Tversky (1984), 'Choices, values, and frames,' *The American Psychologist*, pp. 341-50.
- King, M.A. en J.I. Leape (1987), 'Asset accumulation, information, and the life cycle,' NBER working paper No. 2392.
- Kuijlen, A.A.A. (1993), *De scenario benadering, een onderzoek naar complexe consumentenbeslissingen met behulp van computergestuurd enquêteren*, academisch proefschrift, Katholieke Universiteit Brabant.
- Maital, S. en S.L. Maital (1990), 'Is the future what it used to be?,' mimeo, Technion-Israel Institute of Technology.
- Modigliani, F. en R. Brumberg (1954), 'Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data,' in: *Post Keynesian Economics*, K.K. Kurihara (ed.), Rutgers University Press.
- Nilson Report (1986-1989), Los Angeles: HSN Consultants, biweekly.
- Shefrin, H.M. en R.H. Thaler (1988), 'The behavioral life cycle hypothesis,' *Economic Inquiry*, 46, pp. 609-643.
- Thaler, R.H. (1990), 'Anomalies: Saving, fungibility, and mental accounts,' *Journal of Economic Perspectives*, 4, 1, pp. 193-205.
- Thaler, R.H. en H.M. Shefrin (1981), 'An economic theory of self-control,' *Journal of Political Economy*, 89, pp. 392-405.
- White, J.J. en F.W. Munger (1971), 'Consumer sensitivity to interest rates: An empirical study of new-car buyers and auto loans,' *Michigan Law Review*, 69, pp. 1207-1258.